

城投债借新还旧增加 “有限定”表述引关注

本报记者 石健 北京报道

随着城投债设档分区制严格执行以及债券发行“入口端”趋严，城投债发行用途为借新还旧的债券规模有所增加。

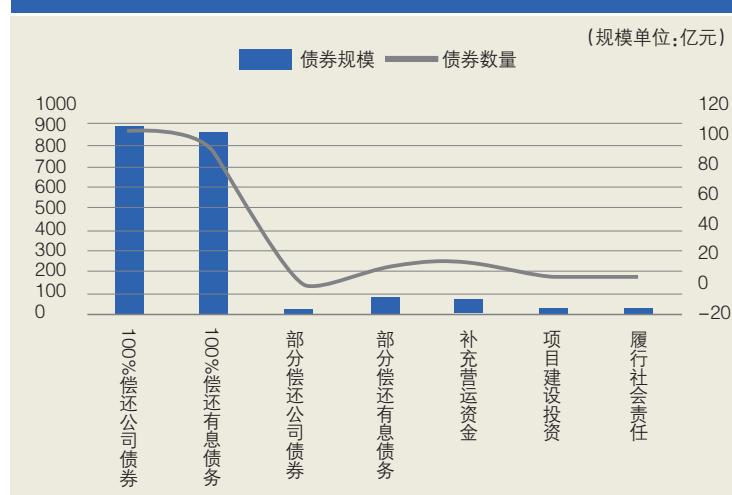
有城投公司负责人告诉《中国经营报》记者，“城投平台除了受到所在区域发债颜色影响之外，发债用途也有所不同。第一种为借新还旧，这是监管要求最为严格的，一般所处地区为‘红色’区域的城投平台只能用于借新还旧。第二种是偿还有息债务，这种发债用途一般债券用途为偿还一年内的到期债务，属于增加城投平台新的债务。第三种补充现金流或者项目建设资金，这种发债也同样说明城投平台在增加新的债务，消耗债务余额，但也表明城投平台目前自身的偿债情况可控。这三种模式表明城投对发债风险性的控制是层层递进的。”

不过，多位业内人士在采访中告诉记者，随着城投债用于借新还旧的债券规模增加，应该关注募集书中关于“有限定的借新还旧”的表述，由于城投平台评级、经营、区域的差异，有限定的借新还旧城投债在市场上存在不同的表现。

发债用途VS安全度

借新还旧和偿还有息债务虽有相似之处，但是从偿债具体情况来看，存在很大差别。

2022年以来发行公募公司债券募集资金用途分布情况



数据来源：Wind，中证鹏元

注：数据截至6月17日

最近，江苏某家AA级城投公司融资部负责人正在准备发行一笔公司债的材料，而因为所在区域为红色区域，所以城投平台的发债用途只能用来借新还旧。“我们希望所在区域能够调整债务颜色，如果是橙色，则可以发行用于偿还有息债务的债券。但是，发行不同用途的债券也各有利弊。”该负责人直言，“虽然只能借新还旧，但是至少不会增加隐性债务的风险。因为借新还旧的债券所募集的资金只能用于偿还到期的公司债，既不增加发行人的有息债务，也不会占用发行人的公司债余额。相应地，也不会增加隐性债务的风险。”

记者在采访中了解到，偿还有息债务和补充现金流或项目建设两种用途则有构成隐性债务风险的可能。上述负责人介绍，“偿还有息债务是指本期公司债募集资金，可用于偿还发行人1年内到期的除公司债以外的其他有息负债。这种用途不增加发行人的有息负债，但会增加发行人的公司债务余额，构成一定的隐性债务风险，增加相关债务风险。补充现金流或项目建设的发债用途，指的是本期公司债募集资金可用于补充流动资金和项目建设。这种募集方式不仅会增加发行人的有息债务，也会增加发行人的公司债余额，可能构成隐性债务风

险，增加相关债务风险。这三种募集资金的用途可以说是层层递进的，对于发债收紧的区域来说，只能借新还旧，但是对于相对政策宽松的区域，则可以采取后两种发债用途模式。依照资金使用的受限程度不同，可以按安全性从高到低进行排序，即补充流动资金或项目建设、偿还有息债务、借新还旧。”

记者注意到，借新还旧和偿还有息债务虽有相似之处，但是从偿债具体情况来看，存在很大差别。一位从事城投债发行的中介机构负责人告诉记者，“借新还旧指发行用途仅可用于同交易场所的债券偿还。偿还有息债务则是指偿还不限交易场所、不限债务类别，包括偿还非标债务或者银行贷款的有息债务也可以。”

一方面今年以来整体发债环境收紧，另一方面城投自身发债也处于审慎状态。Wind显示，今年上半年，城投发债募集资金方式为借新还旧的债券在增加。截至2022年7月，地市级城投平台发行公司债382只，其中用于借新还旧的122只，占比31.94%；用于偿还有息负债的223只，占比58.38%；用于补充流动资金或项目建设的37只，占比9.69%。在区县级中，用于借新还旧的218只，占比51.29%；用于偿还有息负债的188只，占比44.24%；用于补充流动资金或项目建设的19只，占比4.47%。

借新还旧存差异

无论是数量还是规模，“有限定的借新还旧”债券都居于首位，不仅超过“无限定的借新还旧”债券(100%用于偿还有息债务)，更远超补充营运资金、项目建设等用途的债券。

中证鹏元高级研发董事袁荃荃分析说，“对于借新还旧债券，需要关注其是否仅被允许有限定的借新还旧。如果城投发债募集说明书中提到‘有限定的借新还旧’，那么说明该笔城投只能用于偿还同一个交易所发行的债券，对于其他交易所发行的债券甚至是非标融资则不能用于偿还。所以，城投主体发行的债券频繁用于有限定的借新还旧，说明其可能存在较高的信用风险，尤其对于机构而言，在选择债券的时候，则需要通过是否存在有限定的借新还旧来甄别债券的风险。”

从数据来看，Wind显示，2022年以来，城投平台共发行212只公募公司债，募集资金100%用于偿还到期公司债券的债券数量高达104只，在总样本中的占比达到49.06%，债券规模高达893.43亿元，在总样本中的占比达到45.77%。

袁荃荃提示，无论是数量还是规模，“有限定的借新还旧”债券都居于首位，不仅超过“无限定的借新还旧”债券(100%用于偿还有息债务)，更远超补充营运资金、项目建设等用途的债券。“尤其值得注意的是，有限定的借新还旧的发债主体的信用评级存在信用级别上移的情况。也就是说，原本AA级普遍存在的问题，在AA+级城投公司甚至是AAA级公司甚至

成为普遍。数据显示，在2022年以来发行的104只‘有限定的借新还旧’债券中，AA+级主体和AAA级主体的债券发行数量占比合计达到94.23%，发行规模占比合计达到94.95%，相反AA级主体的发行体量是最小的。这反映出目前较高等级的城投公司同样面临偿债压力。也提示市场在甄别高风险主体时，不能过度依赖信用评级，而是应从区域、经营、财务等各层面做全面的分析评估。”

记者注意到，对于有限定的借新还旧债券而言，从不同的募集说明书中还可以看出不同的情况。比如，发行一笔新债对应偿还一笔旧债，且规模全覆盖，同时还存在部分覆盖的情况。同样，还存在一笔新债对应多笔旧债，规模全覆盖或者部分覆盖。以及发行多笔新债对应一笔旧债或者多笔旧债的情况，规模为全覆盖或者部分覆盖。

对此，袁荃荃举例说，“比如以一笔新债对应偿还一笔旧债为例，规模全覆盖主要集中在AAA级主体。规模部分覆盖主要集中在AA+级主体。具体来看，AA+级主体所发债券数量为15只，占比高达75%，规模为82.57亿元，占比达到56.16%；其次是AAA级，数量为5只，规模为64.45亿元，与AA+级相比存在较大差距。不过，AA+级主体所发债券的单只债券规模为12.89亿元，仍然

远超AA+级主体的5.5亿元。综上可知，城投公司的借新还旧规模与主体级别之间呈正相关，主体级别越低，借新还旧规模越容易被打折，典型表现就是所发新债的规模仅能部分覆盖旧债偿付余额。”

具体来看，西南某从事交通投资为主的城投公司主体信用评级为AAA级，近期发行了一笔债券，发行规模4.65亿元，拟用于偿还到期某公司债的本金。不过，旧债的本金共计5.5亿元，新债的发行规模仅为4.65亿元，未完成对旧债本金的完全覆盖。但是，浙江一家主体信用评级为AA+级的城投公司，债券发行规模5.1亿元，拟用于偿还到期某笔公司债本金。旧债的本金共计7.3亿元，新债的发行规模仅为5.1亿元，未完成对旧债本金的完全覆盖。

袁荃荃认为，“当所发新债的募集资金能满足更多数量的旧债偿还需求，则一定程度上显示出城投公司具备较强的再融资能力，偿债安全有较为可靠的保证；相反，当所发新债的募集资金仅能满足很少数量的旧债偿还需求，则一定程度上显示出城投公司再融资能力较弱，偿债安全缺乏保证。需要提示的是，这里提到的‘数量’，不仅指债券只数，还指债券体量。所以，建议市场参与者将新债与旧债之间的对应关系和规模覆盖情况相结合，以更准确地判断城投公司信用风险的程度。”

转型城市综合运营服务商 天津城投盘活资产“聚沙成塔”

本报记者 石健 北京报道

今年是国企改革三年行动的收官之年。数据显示，各中央企业和各地改革工作台账完成率

“城市综合运营服务商”

“每辆车节省2到3秒，这样就能大大缩短车辆在高速路口的停留时间，解决了早晚高峰拥堵的情况。”天津城投下属的天津高速集团一位工作人员告诉记者，以前这里是天津市高速公路人工收费站。但是，随着公司与天津市公路中心所属路网管理公司、部路网中心票据服务平台通力合作，从打通票据、数据传输接口，到完成软件开发、硬件建设，“电子发票专用车道”成功设立，“纸改电”升级工作得以完成。

对于广大天津市民来说，“纸改电”正是天津城投作为城市综合运营服务商的一个缩影。

作为全国资产规模最大的城投类企业，天津城投随着政策改革作出新变化。

针对新变化，天津城投重新定位职能，绘制高质量发展蓝图。在学习借鉴其他城市城投类企业转型发展成功经验的同时，天津城投深入研究未来城市发展需求，提出了“城市综合运营服务商”的发展定位。

在天津市国资委指导下，天津城投制定了《推动天津城投深化改革创新转型升级实现高质量发展的方案》，报经天津市委、市政府研究同意，并给予了正式批复，明确将天津城投改组为“国有资本投资公司”，定位为“城市综合运营服务商”，承担优化国有资本布局、经营城市资源、推动产城融合三大职责，明确了“政府支持，壮大企业实力；抢抓机遇，盘活自身资源；创新模式，扩大业务领域；完善授权机制，加强监督管理，深化改革，激发活力；苦练内功、提

升精细化管理水平；坚持党的领导，加强党的建设”七项重点任务，解决了天津城投“政府投融资平台”职能消退后的企业定位问题，指明了向市场化转型的方向。

在城投转型中，如何厘清集团间母子公司关系，是城投各板块能否协调发展的前提。为此，天津城投通过“总部机关化”专项治理以及“强总部”的思路，解决集团化运作中的问题。

天津城投对照国有资本投资公司模式，与中央国有资本投资公司试点企业以及同类市场化投资集团进行对标，按照具体生产经营事项下沉、资本投资运营功能上移的战略管控思路，推动集团总部和专业子公司(集团)两个层面系统重塑。一方面明晰集团总部职责定位为“战略和投融资决策中心、资产管理与资本运作中心、系统风险防控中心”，重新调整总部机构设置和人员，另一方面实施二级公司专业化整合，搭建面向市场的集团化作战队形。明晰了交通与建设、环境与水务、城市更新、城市资产经营4大核心业务，按照横向专业领域和纵向产业链能力两个维度，整合同类企业同质业务。

具体来看，天津城投将负责高速公路建设运营的高速集团和负责城市道路管网建设的管网公司进行了整合，作为交通与建设板块的核心企业，着力构建交通基础设施上下游全产业链。将两家负责土地整理业务的二级公司进行整合，整合搭建土地整理专业平台，统筹管理土地整理业务，提升土地征拆、出让回款和历史遗留问题解决等综合能力。

在重塑中转型升级

今年是“国企改革三年行动”的收官之年。天津城投负责人告诉记者，“三年间，我们大力推进了四方面工作，即战略性重组、系统性重塑、专业化整合、市场化转型，目前已经取得了阶段性成效。”

在改革中，天津城投也得到了资本市场认可，2021年成功获批银行间市场交易商协会天津唯一“第一类企业”资格。今年，获批证监会公开发行300亿元公司债券规模，初步走出了一条市场化转型的新路子。

“同时，我们积极优化资源配置。目前已经建立起与‘国有资本投资公司+城市综合运营服务商+

国有企业，天津城市基础设施建设投资集团有限公司(以下简称“天津城投”)以“国企改革三年行动”为契机，大力推动“一企一策”改革，目前实现了阶段性

成果。

天津城投负责人告诉《中国经营报》记者，“天津城投主要在四方面实现改革，即战略性重组、系统性重塑、专业化整合、市场化

转型，继而实现‘国有资本投资公司+城市综合运营服务商+城市更新实施主体’相适应的经营管理机制，最终实现城投平台转型升级。”

眼下，“天津之眼”摩天轮已经成为天津市的地标。除了吸引广大游客之外，游客还可以在景区使用数字人民币进行消费。景区工作人员告诉记者，“‘天津之眼’加强政企合作模式，先后与河北区文旅局、建设银行和平支行等单位开展共建活动，促成数字人民币在‘天津之眼’摩天轮项目的落地使用，成为天津市第一家数字人民币线上、线下全态开通的旅游景区。

同时，我们还在主动对接市场，积极开发衍生文创产品，发布‘天津之眼’摩天轮卡通形象，提升旅游产品附加值，促进文旅深度融合，做好品牌潜力挖掘。”

除此之外，今年投入使用的黄河道智能停车场极大地方便了百姓的出行需求；作为“城市封面”的津湾广场也正助力天津国际消费中心城市建设——“醉美一湾活力体验季”系列活动不但满足了市民

游客多元化的文化消费，还进一步创新合作模式，提升项目商业经营活力及运营品质。

在天津城投负责人看来，这些实实在在的变化都离不开盘活资产、扩大有效投资等举措。“比如在城市更新和区域开发方面，我们通过盘活存量土地资源实现发展。目前，首个历史风貌建筑保护类、首个长租公寓类、首个大型片区类城市更新项目均实现落地。以PPP新模式，引入央企成立项目公司，推动海河柳林‘设计之都’核心区项目市场化运作，该区域濒临海河，总占地14.5平方公里，将培育设计产业发展聚集区，塑造智慧城市绿色安全发展底板。”

在盘活高速公路资源方面，天津城投积极升级运用手段。目前，天津城投已经构建交通网、能源网、信息网“三网合一”高速公路运营新模式，与龙头企业联合打造高速光伏项目，推进零碳、负碳高速建设，已建成天津高速首个零碳服务区，年内再实现30兆瓦自建光伏并网发电。同时，瞄准物流、通信等新领域，建设冷链物流仓库等项目，开展多种经营。建成高速公路智慧化运营数据中心，显著提升了运营服务效率。

强化资本运作，已经成为城投发展的制胜一招。天津城投负责人告诉记者，“我们充分发挥上市公司资本运作与产业发展平台、资源集聚与资金来源平台、体制与机制创新平台的作用，推动上市公司非公开发行股票获证监会批准。以污水处理项目为入池底层资产，推动基础设施公募REITs发行，以优质房产为底层资产确定了资产盘活融资方案。通过资本、资产‘双轮’驱动，盘活静态资产，融通资金，拓宽基础设施建设资金来源。”

数据显示，上半年，天津城投公开发行300亿元公司债券注册申请获得证监会批准，稳定了直接融资渠道。同时，完成城市更新项目国开行银团贷款签署，与渤海银行共同策划取得“绿色”企业资产支持贷款，项目贷款等增量融资取得突破。

城市更新实施主体’相适应的经营管理机制，形成‘集团抓总、二级做实、基层强基’运作模式，明晰核心企业主业赛道，消除了业务‘小、散、乱’问题，提升企业市场化核心竞争力。”天津城投负责人这样

在取得阶段性成果的同时，天津城投的干部职工对企业的发展信心也在显著增强。天津城投一位工作人员告诉记者，“比如我们深度推进党建与生产经营融合，以‘党建领航、攻坚创效’为主题，开展‘一企业一品牌、一支部一特色’创建活动，推动基层支部赛成效、展风采，持续打造城投‘党建+’品牌，大力营造比学赶超、干事创业的浓厚氛围。”为此，企业活力得到激发。干部职工对企业的发展信心

显著增强，精神面貌焕然一新，“领导干部是能力席位，不是就业岗位”的理念深入人心，风清气正、干事创业氛围更加浓厚。

数据显示，2021年天津城投实现营业收入178.77亿元，同比增长14.20%；实现利润总额25.61亿元，同比增长15.82%。企业经营效益实现稳步提升。天津城投负责人说：“当前，集团全体干部职工踔厉奋发，以工作实绩迎接党的二十大召开，深入开展‘迎盛会、铸忠诚、强担当、创业绩’主题实践活动，持续巩固深化改革成果，继续为天津构建‘津城’‘滨城’双城发展格局、推动城市高质量发展做出新贡献。”